

# 各国紧缩政策或将结束

## 内容摘要

**各国紧缩政策或将结束。**西班牙已成为第八个经济陷入衰退的欧元区成员国，市场普遍担心美国会否也会重蹈2010年的覆辙。与2010年那次经济下滑不同的是，当前是全球大选年并且经济的情况可能更加糟糕。我们认为随着全球经济的持续下滑以及各国大选导致的政治需要，货币政策将成为相对“无害”但具备改变经济下行趋势的唯一手段，既澳大利亚降息以后，跟随者陆续有来。

**空头出场观望。**市场的强势远远超过我们的想象。4月空头的关键因素之一欧债危机从目前的情况来看已经被市场所淡化，进入5月欧债偿债高峰已过，这方面的因素会被淡化；4月空头关键因素之二美国股市下跌似乎也不成立，美国企业的盈利状况远远好于市场预期，这为美国股市的稳健提供了强有力的支撑；而4月空头关键因素之三，全球经济衰退已经被市场视为利好，因为这会带来新一轮的货币宽松政策。因此我们建议投资者的空头暂时出场，但由于支撑5月市场上升的关键性因素尚未出现，我们的态度仍然是对多头保持观望的态度。

\* : dept\_paqhyjs@pingan.com.cn

研究所 策略研究小组

\* : dept\_paqhtzxb@pingan.com.cn

投资咨询部 整理/分发

责任编辑: 简翔

☎: 86-755-23946145

\* : jianxiang247@pingan.com.cn

& : 期货从业资格:F0271800

全球指数	收盘价	周涨跌	月涨跌
上证指数	2396.32	-0.44	5.90
道琼斯	13200.61	1.32	-0.09
美元指数	78.668	-0.63	-0.36
CRB 商品	557.83	0.71	-2.64
外盘商品	收盘价	周涨跌	月涨跌
伦敦金	1667.77	1.50	0.00
美原油	105.3	0.69	1.10
LME 铜	8387.5	3.45	-0.55
LME 铝	2115.8	1.87	-0.75
LME 锌	2060	2.29	2.74
CBOT 玉米	585.2	1.74	-3.35
CBOT 豆油	55.05	-2.39	-0.81
美糖	21.33	-2.69	-11.97
美棉	88.11	-2.00	-5.17
日胶	310.4	1.77	-4.40
国内商品	收盘价	周涨跌	月涨跌
沪铜	58466	1.25	-2.53
沪铝	16169	0.55	0.09
沪锌	15612	0.64	0.92
沪螺纹钢	4267	-1.02	-1.25
沪铅	15820	0.53	1.59
连玉米	2413	0.12	-0.25
郑强麦	2530	-0.78	-2.09
连豆油	9971	0.71	4.27
郑糖	6473	-2.18	-2.35
郑棉	21098	-1.26	-0.19
沪胶	27258	-0.23	-1.26
郑PTA	8580	-1.39	-1.05
连塑料	10388	-2.04	-1.85
连PVC	6928	-0.53	1.58

资料来源:平安期货研究所

一周重要图表

图1:上周各市场表现一览 (%)

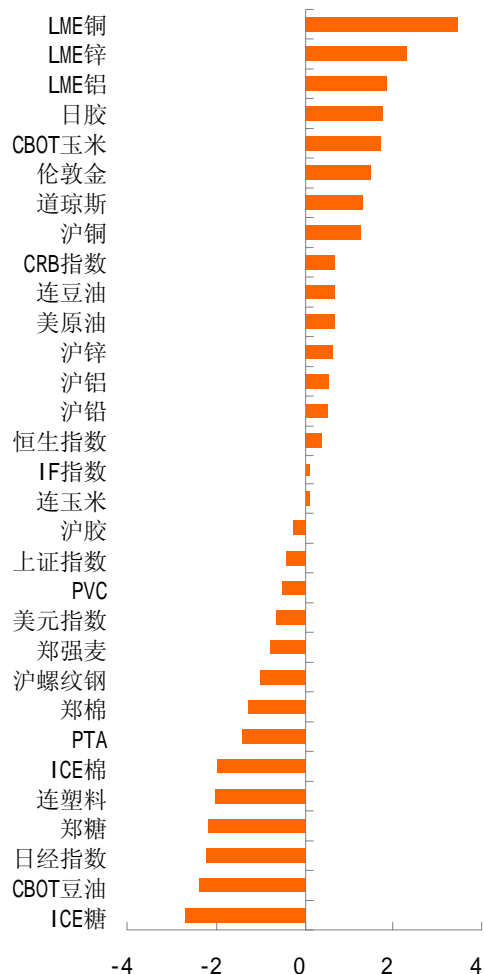
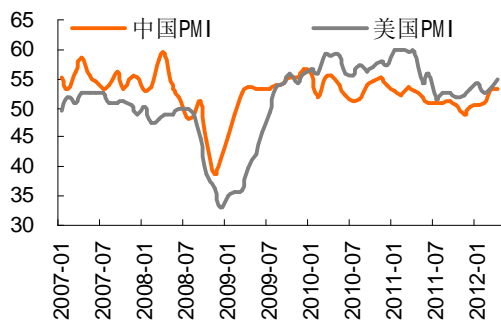


图2:中美PMI继续上升



资料来源:平安期货研究所

目录

- 一、每周市场专题.....3
  - 1、全球放松进行时.....3
  - 2、经济下行叠加政治周期.....3
  - 3、欧洲财政紧缩将出现松动.....3
  - 4、美国QE3的可能性并未消失.....4
  - 5、中国年内将会出现利率与存准率双降.....4
- 二、市场板块解析.....4
- 三、每周数据分析.....5
  - 1、中美经济仍显活力，欧洲政经两面动荡.....5
  - 2、商品资金流向：调整有望结束，短期上涨概率较大.....6
  - 3、化工停工检修开始.....7
  - 4、金属价格收复失地.....8
- 四、本周投资策略.....9
  - 1、引子：全球经济持续下行.....9
  - 2、全球宽松再度到来？.....10
  - 3、策略：空头出场观望.....10
- 五、经济数据备忘.....11

## 一、每周市场专题

### 各国紧缩政策或将结束

——澳洲央行降息点评

事件：澳洲联储周二意外宣布降息 50 个基点，将指标利率一举调降至 3.75%，因通胀温和且经济增长令人失望。日本央行宣布维持利率 0-0.1% 不变，并且扩大资产购买规模 10 万亿日元，此前市场预期为增加 5 万亿-10 万亿日元。

#### 1、全球放松进行时

我们在前期的报告中一直强调，全球经济进入衰退的可能性将带来紧缩政策的终结以及新一轮宽松政策的展开。上周与本周日本与澳洲央行议息会的结果为我们的观点带来进一步的验证。先是预期之中的日本央行放出 10 万亿日元的流动性，这个规模是市场预期的上限，再是澳洲联储，在 5 月 1 日降息 50 个基点。在这个名单上，近的有印度以及巴西，而远的有欧洲央行以及英国央行，但是中国人行以及美国联储仍旧在刺激的名单之外。当前的问题是这种局部的宽松行为会否最终演化为全球性的宽松政策？更具体的，欧洲、美国以及中国会否出现进一步的放松局面？

#### 2、经济下行叠加政治周期

我们的答案是会。最近几周公布的几乎每一项经济数据都进一步强化了一个印象：全球经济正在加速萎缩。无论是久病缠身的欧洲、刚有起色的美国还是在 08 年之后快速上升的新兴市场。这种情形与 2010 年的情况很像，年初强劲的经济数据很快就出现了萎靡，随后市场都被二次探底的忧虑所笼罩，西班牙周一公布的数据显示，该国已成为第八个经济陷入衰退的欧元区成员国，市场普遍担心美国会否也会重蹈 2010 年的覆辙。与 2010 年那次经济下滑不同的是，当前是全球大选年并且经济的情况可能更加糟糕。

之所以会出现这种经济短暂回暖又迅速走弱的原因，我们的宏观年报中已经清晰的指出。全球经济正在经历一场漫长的再平衡，这个过程中经济的自我修复能力是有限的，在各经济体找到新的增长动力之前，经济只会缓慢的回落，而紧缩的政策则会加快这个过程。从宏观来看，紧缩或许是解决财政赤字以及通胀的最好办法，但是从微观个体来看，这种不合时宜的紧缩将使过往的好日子不复存在，对于民选政府而言这通常都是要付出代价的。我们认为随着全球经济的持续下滑以及各国大选导致的政治需要，货币政策将成为相对“无害”但具备改变经济下行趋势的唯一手段，既澳大利亚以后，跟随者陆续有来。

#### 3、欧洲财政紧缩将出现松动

欧洲已经有八个国家陷入衰退，经济前景的恶化令欧元区的政治局势更趋紧张，法国和希腊的大选都可能导致现任领导人下台。越来越多的政治人物呼吁应将政策重心由紧缩措施转向经济增长，其中以法国社会党总统候选人奥朗德和意大利总理马里奥·蒙蒂的呼声最为强烈。而对刺激政策反对最为强烈的德国财政部长沃尔夫冈·朔伊布勒也开始表示现在是推出经济刺激措施的时候了，6月份召开的欧盟峰会主题有可能转为讨论促进经济的增长计划。

#### 4、美国 QE3 的可能性并未消失

对于美国而言，放松的可能性并不如欧洲那么高，但我们认为今年内量化宽松政策出台的可能性依然存在。由于今年美国大选，而历史上还没有任何一位总统可以在失业率高达 8% 的情况下连任，在财政措施可能无所作为的情况下，货币政策将成为奥巴马政府唯一的选择。请注意，联储主席伯南克是民主党人。尽管最近两次美联储议息会内容都没有对量化宽松政策做出描述，但是伯南克的证词仍然为量宽留下一道口子：美联储的利率看法取决于经济的变化，如果需要，美联储仍准备采取更多举措以确保复苏继续，包括进一步的资产负债表行动。美联储在采取额外举措时不会迟疑。而在本周美国公布不如预期的 GDP 数据后，伯南克则明确表示美国经济将如何发展依然存在不确定性，QE3 仍是美联储政策选项之一。

#### 5、中国年内将会出现利率与存准率双降

对于中国而言，金融创新似乎已经取代宽松的货币政策成为市场的焦点，但我们认为年内无论是降息还是降存准都会陆续出台。由于出口的下滑以及投资风险的上升，国内外汇占款已经呈现了系统性的下降，从历史的情况来看，这种下降具备趋势性。这意味着过去十年成为中国货币创造主要来源的外汇将趋势性下降，如果不通过降准等手段来增加基础货币扩大货币乘数，中国的货币增速将快速的萎缩，这对于正在收缩的中国经济而言，无疑是相当不利的。（简翔）

## 二、市场板块解析

**欧债忧虑渐消，风险情绪反弹。** 上周市场的风险情绪显著改善，即使标普下调了西班牙的评级，即使法国和荷兰政局动荡以及诸多经济数据不如预期。美国 GDP、欧元区与中国 PMI 数据令人失望，而英国的数据则显示其即将陷入二次衰退，但也暗示了宽松货币政策的可能到来。本周风险资产显著反弹，道指以及法德股市都录得可观涨幅；美元进入下跌通道，风险货币显著反弹；而大宗商品更加是涨幅惊人，尽管黄金与原油上涨幅度并不大，但有色金属以及农产品显著上升。

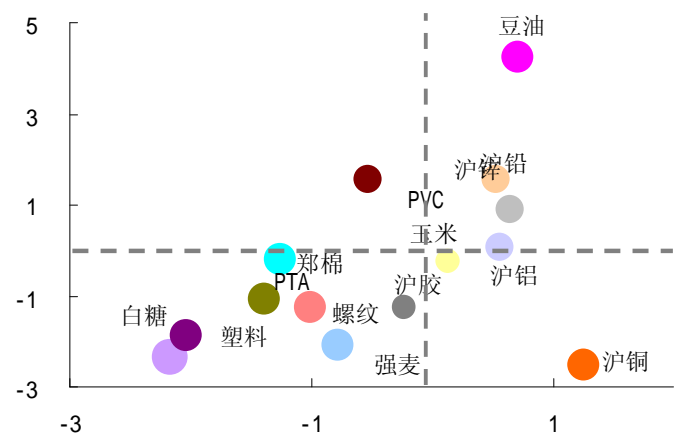
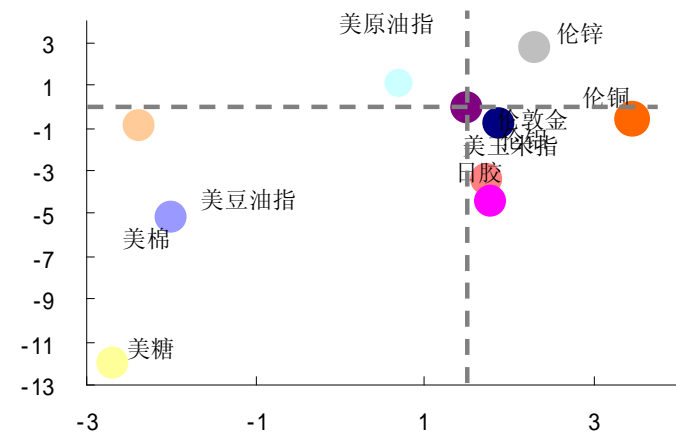
**金属强势反弹。** 上周宏观基本面并未出现明显改善，几大经济体的 PMI 整体都维持在低位，欧洲市场令人担忧。IMF 接受注资 4300 多亿美元，提振了市场信心。国内一季度外汇占款维持在低位，市场普遍预期中国将在五一节之后下调法定存款准备金

率。国内外现货一度偏紧，伦铜远期贴水达到高位。过去一周，现货伦铜上涨 2.60%、伦铝微涨 0.22%、伦铅下跌 0.52%、伦锌上涨 0.70%、上海螺纹钢主力合约下跌 0.74%。

**化工品震荡反弹。**上周纽约原油及布伦特原油均小幅上涨，美国股市上扬及房屋销售数据增强均对油价产生提振作用。同时，受到美欧制裁影响，亚洲国家对伊朗进口石油减少，南北苏丹的争端也影响到了该国石油出口。原油向下空间已不大。上周沪胶主力 1209 先抑后扬，区间震荡。市场近期炒作的泰国天气因素，使得泰国 USS3 橡胶持续上涨，带动亚洲现货价格的上行。上周甲醇呈现出近强远弱特点。05 合约上涨幅度较大，09 合约保持盘整。05 合约上涨较快，主要是因为 5 月份伊朗甲醇运输影响，运输甲醇的船只仍不够用，目前只有少数船只能运输伊朗甲醇，市场对供应的担心使得价格上涨较快。（简翔、鲍凯、牟宏博）

图3-1: 上周外盘期货表现一览

图3-2: 上周内盘期货表现一览



资料来源:wind、平安期货研究所

【横坐标: 周涨幅; 纵坐标: 月涨幅; 半径: 周波动幅度】

### 三、每周数据分析

#### 1、中美经济仍显活力，欧洲政经两面动荡

**中美英公布 PMI 值。**中国 4 月官方制造业 PMI 为 53.3，预期 53.6，前值 53.1。不过，4 月份制造业数据的反弹可能受到 3 月份新增人民币贷款飙升和一些季节性因素的推动，这股强劲势头不太可能延续。外围方面，英美分化。英国制造业 PMI 降至 50.5，为五个月(去年 12 月以来)最低，因欧元区经济放缓抑制了对英国商品的需求。美国 4 月 ISM 制造业 PMI 意外创新高，这使得美联储 QE3 预期降温，欧美分化也推升数据公布后的美元指数反弹。



图3-1:中美PMI双双上行

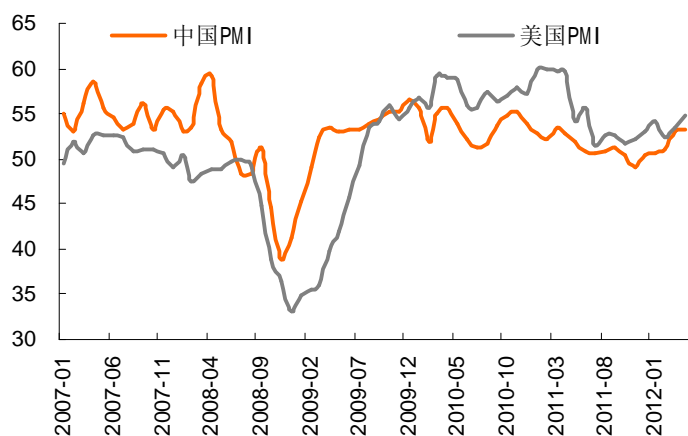
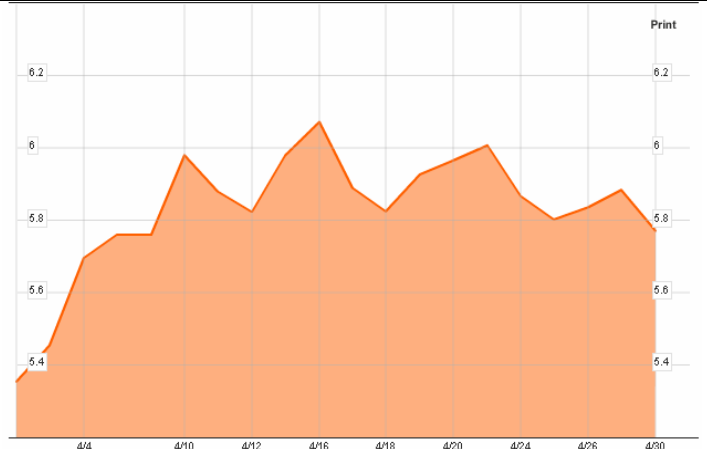


图3-2: 西班牙10年期国债收益率徘徊于6%的高位



资料来源:Wind、Bloomberg、平安期货研究所

**希腊和西班牙民众进行游行示威，抗议政府紧缩措施。** 欧洲各地5月1日出现游行示威活动，希腊、西班牙和其他地区的抗议活动凸显了在该地区经济陷入衰退的背景下，人们正在给政府施加更多压力要求政府减少紧缩举措。法国总统大选即将在5月6日进行，社会党候选人奥朗德正在反对德国总理默克尔以削减赤字为重点的策略。而标普在上周五刚调低西班牙主权信贷评级至“BBB+”后，30日再对西班牙16家银行开刀。由于西班牙的未来政策以紧缩为主，若国家无法摆脱衰退，借贷成本将持续向上，继以拖累意大利，令欧洲重陷债务危机，此前欧洲央行凭长期再融资操作为欧元区带来的短暂喘息机会，亦渐渐化为乌有。

从整体世界经济来看，中美PMI的复苏若在二季度得不到进一步的货币宽松支持，或也将受累于欧债的难解之困。而在货币宽松方面，澳洲联储假日期间宣布降息50个基点，将指标利率自4.25%调降至3.75%，这也为中国的货币政策作出一定的标榜作用。

## 2、商品资金流向：调整有望结束，短期上涨概率较大

海外金融市场延续节前乐观的交投气氛，欧美股市和国际大宗商品在经济数据相对疲弱的情况下继续反弹。

**金属弱势格局未改。** 金属市场的上涨只能寄希望于流动性的推升，但从目前的宏观局势来看，大规模的货币刺激实属难寻，从资金流向来看，金属板块流出较为严重，建议投资者以空单为主，采取逢高抛空的策略。

**白糖上涨趋势未改。** 尽管近期国际国内白糖期货价格持续下跌，但国内白糖现货价格走势平稳，从未出现过大幅下跌在产量数据基本确定，消费依旧旺盛的情况下，伴随着国内消费旺季的到来，加上国外市场价格回暖，国内白糖将迎来做多机会，建议投资者可以多单为主，逢低买入的策略。

结合近期商品市场的表现，虽然近期欧美经济指标并不令人乐观，但是市场不断释放出来的利好也会提升市场信心，有利于国内商品市场信心的恢复，建议投资者逢低买入为主，尤其是近期的农产品板块。

图3-3: 期货市场整体资金流向 (单位: 亿元)

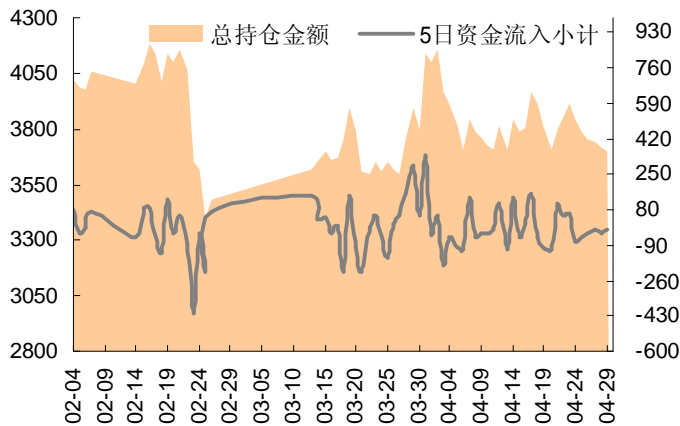
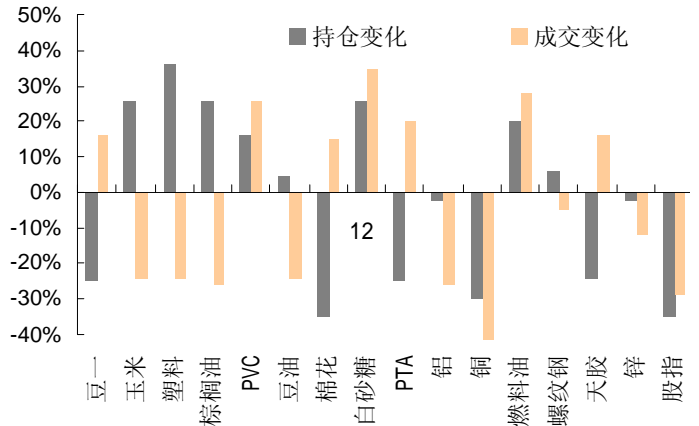
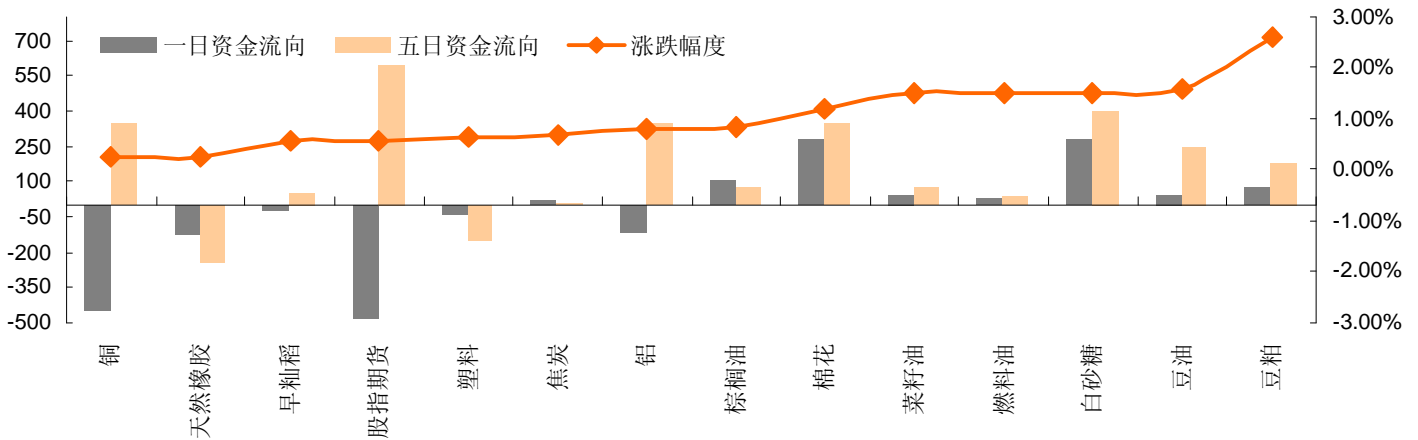


图3-4: 各品种相对持仓变化率



资料来源: WIND、平安期货研究所

图3-5: 期货市场各品种资金流向和涨跌幅度 (单位: 亿元)



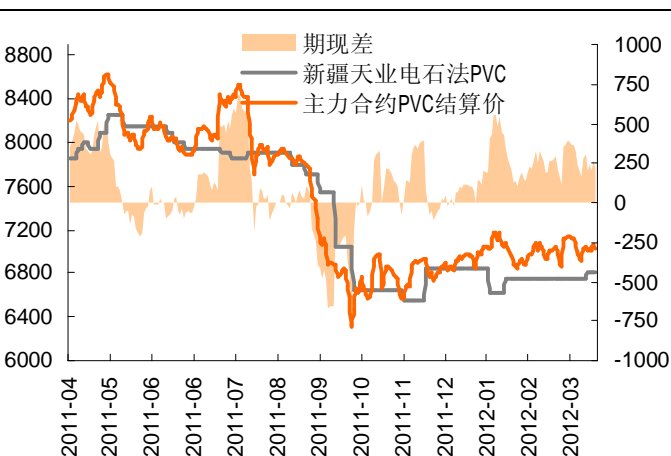
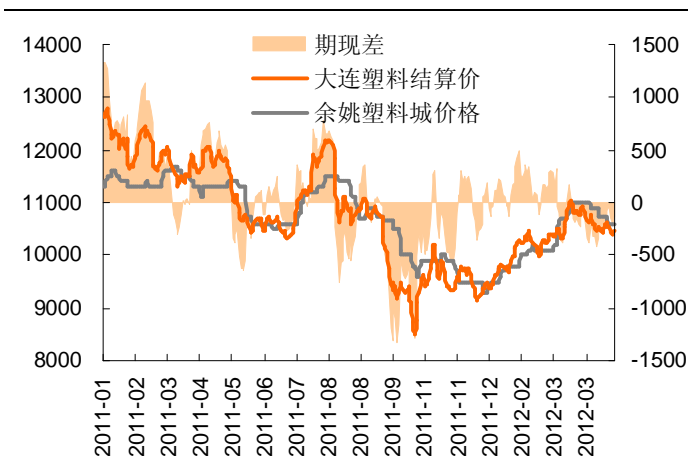
资料来源: WIND、平安期货研究所

### 3、化工停工检修开始

上周塑料期货主力合约以冲高回落为主。现货市场的定价销售模式使得现货价格稳定在 10300 元/吨附近。上游方面，乙烯单体价格维持僵持状态，高位运行。石脑油价格也是横向整理较长时间。下游方面，五一小长假临近，使得各地现货市场成交清淡，商家观望为主。上周 PTA 下跌后弱势震荡，8500 虽有支撑，但反弹乏力。主要是需求不振，终端需求较好时仅是周期性备货。供给方面，价格稍有反弹开工率便上升，压力较大。目前上游 PX 货源也较多，随着后期新装置的投产，压力降逐步显现。5 月上旬逸盛大化降检修 22 万吨装置，压力降有所减轻。

图3-6: 塑料期货现货价格接近

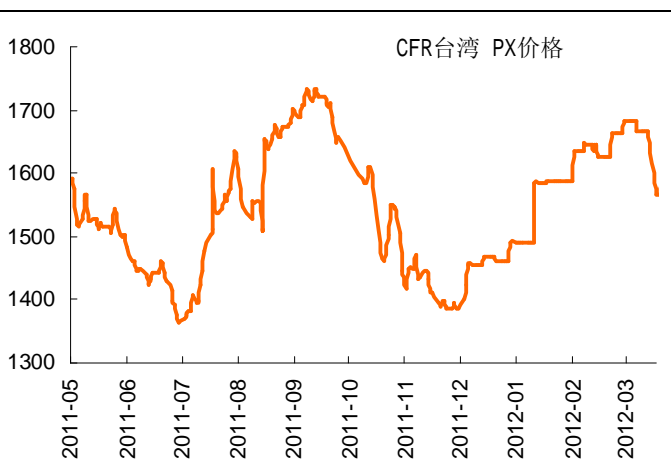
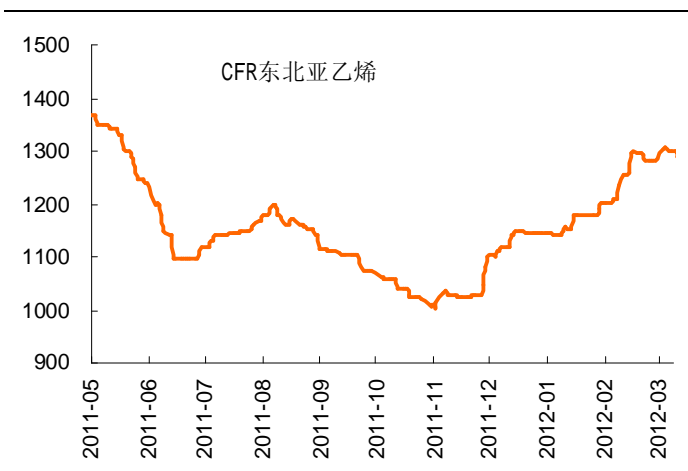
图3-7: PVC期货较现货仍处升水



资料来源:wind、平安期货研究所

图3-8: 国际乙烯价格继续走高

图3-9: PTA原料PX价格继续回落

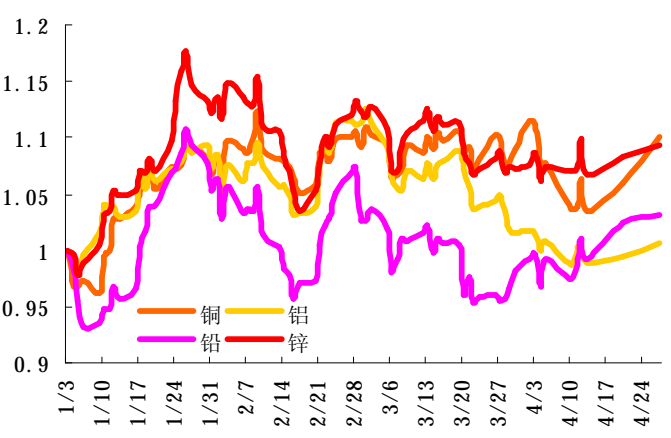
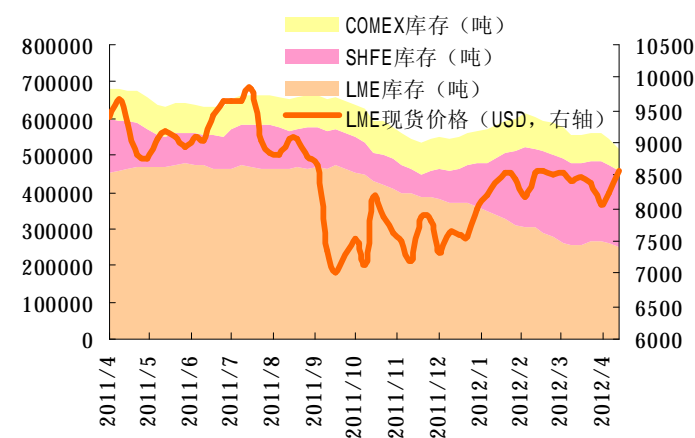


资料来源:wind、平安期货研究所

#### 4、金属价格收复失地

图3-10: 全球注册库存明显下降, 铜价大幅抬升 【近12个月】

图3-11: 下游消费占品种价格主导 【2012年起】



资料来源:LME、SHFE、COMEX、Bloomberg、平安期货研究所



图3-12: 价格重归镜像

【2012年起】

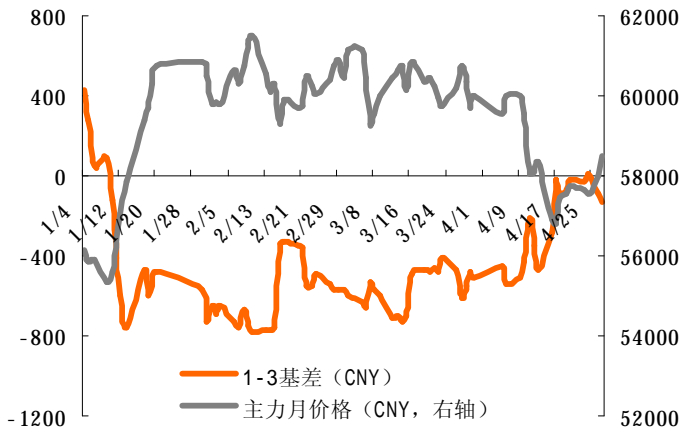
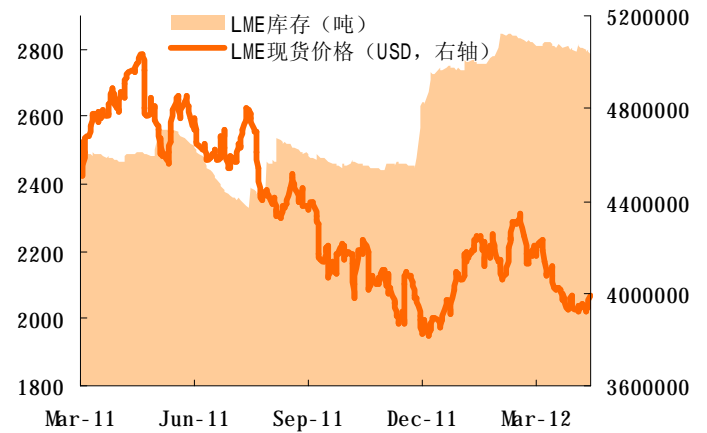


图3-13: LME铝库存维持高位, 价格承压颇重

【近12个月】



资料来源:LME、SHFE、Bloomberg、平安期货研究所

**金属价格进入宏观数据敏感期。**按惯例, 本周及下周将进入中美欧三大经济体集中发布前一个月经济数据的密集期, 这一密集期显得尤为敏感。前期, 由于3月份经济指标普遍低于预期, 使得金属价格整体的态势趋于疲软, 而全年的价格中枢我们仍然维持8500左右的预期。市场对于4月份经济数据普遍有较高期待, 近期价格首次市场情绪左右出现普涨, 而实则方向性仍然是个最大的问题。这一政策敏感期, 一般会维持到本月上旬结束, 中旬开始消化市场信息, 因此在上旬做好中期布局尤为重要。  
(李斌、孙帆、牟宏博、鲍凯)

## 四、本周投资策略

### 空头出场, 暂避锋芒

#### 1、引子: 全球经济持续下行

如果放在去年, 上周所发生的事件足以令全球风险资产市场暴跌。看看我们经历了什么, 先是欧债危机的重新发酵, 西班牙的债务已经被标普下调至了垃圾级, 其他两大评级机构预计很快会跟进; 再是政治危机, 荷兰的内阁已经辞职原因是经济紧缩的政策, 而法国大选

反对党社会党总统候选人奥朗德在第一轮选举中胜过萨科奇, 其竞选口号之一就是反对欧盟前期达成的"财政联盟"契约; 再接下来是经济衰退, 美国GDP、欧元区与中国PMI数据令人失望, 而英国的数据则显示其即将陷入二次衰退。种种风险事件叠加在一起非但没有使得风险资产重挫, 相反多数品种都取得了不错的表现。

## 2、全球宽松再度到来？

事实上我们认为这反应了一个事实，即全球货币政策协同放松的可能性，情况越糟糕，这种可能性就越大。澳大利亚在本周出乎意料的降息 50 个基点，其声明中世界经济放缓、中国经济随着调控的演进而放缓，欧洲经济形势依然非常困难是主要原因，但事实上关键因素只有一个，即中国经济减速为其出口带来的影响，这点从大宗商品持续一年的弱势就可以看出来。在考虑到日本央行在上周五出其不意的宣布将政府债购买计划规模扩大 10 万亿日元(约合 1238 亿美元)以彰显其达成 1%通胀目标的决心。我们可以预感全球性的协同宽松政策可能很快就会到来了。

当然，正如我们所持续强调的那样全球货币的水龙头在美联储，只要联储主席不松口，全球性这个定义就是个问题。因此上周三伯南克的议息会证词相当关键，虽然声明中的主要内容还是以前传统的“美国经济增长前景依然存在不确定性，失业率高企及楼市疲弱态势仍阻碍复苏”，但本次证词中伯南克还指出了美国政府的“财政悬崖”也是经济面临的主要威胁之一。同时还称，美联储的利率看法取决于经济的变化，如果需要，美联储仍准备采取更多举措以确保复苏继续，包括进一步的资产负债表行动，美联储在采取额外举措时不会迟疑。其口风已经比上次议息会大大放松，自然会带来市场对其宽松政策的期待。

## 3、策略：空头出场观望

我们在上几期报告中都建议投资者应该持空头态度，从目前的情况来看，思路需要改变。市场的强势远远超过我们的想象。4 月空头的关键因素之一欧债危机从目前的情况来看已经被市场所淡化，进入 5 月欧债偿债高峰已过，这方面的因素会被淡化；4 月空头关键因素之二美国股市下跌似乎也不成立，美国企业的盈利状况远远好于市场预期，这为美国股市的稳健提供了强有力的支撑；而 4 月空头关键因素之三，全球经济衰退已经被市场视为利好，因为这会带来新一轮的货币宽松政策。因此我们建议投资者的空头暂时出场，但由于支撑 5 月市场上升的关键性因素尚未出现，我们的态度仍然是对多头保持观望的态度。(简翔)

表 4-1:综合策略跟踪

日期	3月26日	4月9日	4月16日	4月27日
主要观点	中国经济进入下降周期		经济下行，市场下行	欧债有惊无险，经济虚实难测
策略	短线转为空头思路		将空头进行到底	反弹难以持续
上周策略回顾		文华商品指数-0.9%	文华商品指数-0.4%	文华商品指数-0.4%
表现最强品种	-	IF 指数 2.74%	上证指数 2.02%	LME 铜-0.2%
表现最弱品种	-	日胶-4.58%	ICE 糖-5.48%	ICE 糖-2.69%

资料来源:WIND、平安期货研究所

---

## 五、经济数据备忘

---

### 全球陷入衰退季

上周五公布的美国第一季度 GDP 增速不及预期，经济扩张步伐放缓。相较美国，欧洲的经济前景更为黯淡。德法以及欧元区 PMI 数据令人失望，英国的数据则显示其即将陷入二次衰退。而中国官方 PMI 虽然连续数月回升，但却远不及预期，这与汇丰 PMI 的低迷一起预示了中国经济前景的暗淡。

### 美国非农预示政策方向

本周将迎来美国 4 月非农就业人数和失业率数据的公布。若数据表现不佳，将显示美国经济复苏动能正逐步衰竭，美联储进一步放松政策的预期将升温。相反，若美国 4 月就业数据表现强劲，并且 3 月数据有所上修，则会减轻上周 GDP 数据带来的忧虑。（简翔）

#### 风险提示:

期货市场是一个风险无时不在的市场。您在进行交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券,期货交易。市场有风险,投资需谨慎。

#### 免责条款:

此报告旨在发给平安期货有限公司(以下简称“平安期货”)的特定客户及其他专业人士。未经平安期货事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

平安期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的期货、期权和证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安期货有限公司的立场。

平安期货有限公司版权所有。保留一切权利。

**中国平安 PINGAN**

**平安期货有限公司**

地址:深圳市福田区中心区福华三路88号时代财富大厦26楼

客服: 400 8888 933

电话: 0755-8378 8578

传真: 0755-8378 5241

邮编: 518031

网址: <http://futures.pingan.com>